

2010年2月3日

中国房地产市场前景

城市化进程推动增长

增持

田世欣*

 (8621) 6860 4866 分机 8519
 shixin.tian@bocigroup.com

上市公司估值表

公司名称	代码	评级	股价	目标价	上升空间
			(港币)	(港币)	(%)
中国海外发展	0688.HK	买入	13.94	20.50	47
华润置地	1109.HK	买入	14.92	22.20	49
雅居乐地产	3383.HK	买入	10.14	13.91	37
碧桂园	2007.HK	持有	2.53	2.83	12
绿城中国	3900.HK	卖出	9.55	8.88	-7
保利香港	0119.HK	买入	7.65	12.10	58
瑞安房地产	0272.HK	买入	3.77	5.81	54
远洋地产	3377.HK	买入	6.48	10.87	68
人和商业	1387.HK	买入	1.65	2.35	42
仁恒置地	YNLG.SP	买入	1.77	3.51	98
华南城	1668.HK	买入	1.41	2.40	70
越秀地产	0123.HK	买入	1.90	3.29	73
恒大地产	3333.HK	买入	3.32	6.10	84
花样年控股	1777.HK	买入	1.60	2.85	78
佳兆业地产	1638.HK	买入	2.40	3.55	48
百仕达控股	1168.HK	买入	1.32	2.19	66
SOHO 中国	0410.HK	买入	3.77	5.37	42

资料来源：彭博及中银国际研究预测
 以2010年2月1日当地货币收市价为标准
 本报告所有数字均四舍五入

*何柱、苏卓贤及刘雅瀚为本报告重大贡献者

我们认为，2010年中国房地产市场将经历更加平衡的增长。虽然政府表示支持首次购房需求，但政府可能出台更多措施抑制投机、防止开发商囤地并确保更多的住房供给。尽管如此，在二、三线城市拥有项目较多的开发商应将成为当前政策的主要受益者。尽管我们预计，3月前房地产板块将持续宽幅震荡，但目前该板块股价平均较2010年预测净资产值折让51%，而2010年销售收入预测的平均锁定比例达51%，因此我们认为该板块估值较低。我们维持对内地开发商板块的增持评级。

支撑评级的要点

- 我们预计，由于开发商增加供给，今年房地产市场的供需关系将更加趋于平衡。我们预计今年房地产投资将增长22%；
- 我们预计，由于去年抑制需求的释放（政府政策导致），今年总体销量将保持在09年水平，但得益于房屋均价的上涨，总体销售额将同比增长6%。我们预计今年均价将保持平稳，有5-6%的上升空间；
- 中国的中端地产市场和二、三线城市房地产市场将受益于城市化政策，尽管旨在抑制投机的紧缩措施可能使一线城市的高端住宅价格上涨空间受到一定影响。

首选买入

- 二、三线城市开发商中我们看好雅居乐地产和恒大地产，全国性大型开发商中我们看好华润置地。
- 鉴于其强大的母公司背景和资产注入可能性，我们也推荐保利香港。

首选卖出

- 绿城中国仍受累于高负债率和政府可能出台抑制投资及投机措施的潜在影响。

目录

投资摘要.....	3
维持对开发商板块的增持评级.....	5
2010 年增长更趋平衡.....	11
升息影响.....	21
政策风险.....	23
附录一、净资产值折让图.....	25
附录二、房地产业务战略.....	27
附录三、2009 年以来主要政策调整.....	30
研究报告中所提及的有关上市公司.....	33

投资摘要

市场趋于平衡，二、三线城市增长较快

我们预计，由于开发商供给的增加，2010年房地产市场的增长将更加趋于平衡。由于09年抑制需求的释放(政府政策导致)，我们预计2010年住宅销量(按销售面积计算)将保持在09年水平(尽管我们预计2010年开发商将推出更多的新楼盘)。但是，我们仍然认为，得益于房屋均价的上涨(根据我们的预测，房价将上涨5-6%)，全国总交易额将同比增长6%。尽管如此，考虑到城市化的相关有利政策、一线城市支付能力已有所拉伸以及政府抑制投机的目标，我们认为今年二、三线城市的销量和价格增长都将快于一线城市。

库存和新开工项目增加推升房地产投资

鉴于合同销售强劲，同时去年调整资本结构后，开发商的资产负债表有所改善，因此，我们认为国内开发商将持续增加库存并加快项目开工的速度。因此，我们预计今年房地产投资将大幅增长22%，增幅将高于09年的16%。考虑到城市化带来的有利政策以及中国二、三线城市可观的支付能力，我们认为真实需求较为强劲，尽管我们也注意到北京、上海、广州、深圳和杭州等一线城市的支付能力已有所拉伸并显示出市场过热迹象。

2010年上半年政策和利率风险不大

尽管房地产市场的政策风险越来越大，但我们认为，政策风险仍在一定范围内并已基本反映在板块当前估值中，因为政府表示尽管将出台更多措施抑制投机、防止开发商囤地并确保更多的住房供应，但仍将支持首次购房需求。我们预计今年将加息54个基点，我们认为，加息的影响也已充分反映在当前的估值水平中。但是，鉴于全球经济前景的不确定性，2010年下半年货币政策收紧的风险加大，这可能导致房地产板块2010年下半年的波动性加大。

维持对开发商板块的增持评级

由于2010年销售收入预测的平均锁定比例达51%(如果剔除锁定率为零的人和商业和百仕达控股,这一比例还将提高至57%),而该板块估值并不高,平均较2010年预测净资产值折让51%(比05年以来的历史平均折让水平低近一个标准差)。虽然3月前房地产板块的表现仍将保持宽幅震荡,但鉴于其估值不高和国内住房需求强劲,因此我们预计该板块平均仍有38%的上升空间,而下半年政策和货币风险将有所加大。我们预计,该板块的平均净资产折让率将由目前的51%缩窄至25%(比05年6月至07年6月期间的均值低一个标准差)。我们看好在二、三线城市项目较多的开发商,包括雅居乐地产(在二、三线城市和海南拥有大量项目)和恒大地产。在全国性大型开发商中,我们看好华润置地。中盘开发商中,我们最看好保利香港,因为其品牌知名度较高,同时母公司可能向上市公司注入资产。

图表 1. 估值对比

公司	股票代码	评级	股价 (港币)	核心业务市盈率 FY09E (倍)	FY10E (倍)	远期净 资产值 (港币)	净资产 折让率 (%)	目标 折让率 (%)	目标价 (港币)	上升空间 (%)	预计09年 负债率 (%)
中国海外发展	0688.HK	买入	13.94	17.2	12.7	19.56	(29)	18.7倍 2010年市 盈率	20.50	47	35
华润置地	1109.HK	买入	14.92	19.8	14.5	24.12	(38)	(8)	22.20	49	32
雅居乐地产	3383.HK	买入	10.14	16.6	12.7	17.39	(42)	(20)	13.91	37	64
碧桂园	2007.HK	持有	2.53	17.1	11.7	4.62	(45)	(39)	2.83	12	65
绿城中国	3900.HK	卖出	9.55	10.9	6.3	14.80	(35)	(40)	8.88	(7)	146
保利香港	0119.HK	买入	7.65	31.4	12.6	13.48	(43)	(10)	12.10	58	23
瑞安房地产	0272.HK	买入	3.77	10.2	10.3	8.30	(55)	(30)	5.81	54	27
远洋地产	3377.HK	买入	6.48	17.7	13.2	12.08	(46)	(10)	10.87	68	40
人和商业	1387.HK	买入	1.65	8.5	6.3	2.94	(44)	(20)	2.35	43	净现金
仁恒置地	YNLG.SP	买入	1.77	12.6	10.0	3.90	(55)	(10)	3.51	98	净现金
华南城	1668.HK	买入	1.41	20.7	10.9	4.72	(70)	(49)	2.40	70	7
越秀地产	0123.HK	买入	1.90	20.2	15.7	6.59	(71)	(50)	3.29	73	68
恒大地产	3333.HK	买入	3.32	106.7	5.4	7.17	(54)	(15)	6.10	84	净现金
花样年控股	1777.HK	买入	1.60	17.0	6.2	4.75	(66)	(40)	2.85	78	净现金
佳兆业地产	1638.HK	买入	2.48	1.3	4.2	6.4	(61)	(30)	3.55	43	44
百仕达控股	1168.HK	买入	1.32	5.0	7.7	3.13	(58)	(30)	2.19	66	净现金
SOHO 中国	0410.HK	买入	3.77	11.1	5.3	7.67	(51)	(30)	5.37	42	净现金
平均				20.2	9.7		(51)	(27)		38	

资料来源: 中银国际研究预测

维持对开发商板块的增持评级

调整盈利和净资产预测

我们调整了内地开发商的每股
收益和净资产预测

尽管政策微调和房地产销售淡季可能引发该板块的进一步调整,但我们预计到3月淡季结束后,销售将开始回升,同时开发商的供给也将开始增加。我们维持2010年起房价每年上涨5%的假设,但各公司公布合同销售强劲及09年入账项目的最新情况后,我们调整了覆盖中公司的盈利和净资产预测。因此,我们将2009-2011财年盈利预测分别调整了(17)-13%(除了瑞安房地产,因为我们最近刚刚更新了其上海翠湖天地御苑项目的入账情况)、(8)-20%和0-24%。基于去年更高的平均售价和最新竣工时间表,我们还将2010财年各公司净资产预测调整了(9)-12%。

图表 2. 基础业务盈利预测调整

公司	货币	原预测			最新预测			调整幅度(%)		
		FY09E	FY10E	FY11E	FY09E	FY10E	FY11E	FY09E	FY10E	FY11E
中国海外发展	港币 百万	6,015	7,477	10,068	6,628	8,953	11,058	10	20	10
华润置地	港币 百万	3,314	4,815	6,989	3,732	5,209	6,989	13	8	(0)
雅居乐地产	人民币 百万	1,980	2,591	3,675	1,980	2,591	3,675	0	0	0
碧桂园	人民币 百万	2,134	3,140	3,622	2,134	3,316	3,918	0	6	8
绿城中国	人民币 百万	1,436	1,871	2,651	1,199	2,080	3,291	(17)	11	24
保利香港	港币 百万	533	1,315	2,375	533	1,328	2,394	(0)	1	1
瑞安房地产	人民币 百万	761	1,218	1,378	1,521	1,345	1,378	100	10	(0)
远洋地产	人民币 百万	1,490	2,434	3,342	1,490	2,434	3,342	0	0	0
人和商业	人民币 百万	3,452	5,533	5,525	3,568	5,071	5,953	3	(8)	8
仁恒置地	新币 百万	288	390	468	288	390	468	0	0	0
华南城	港币 百万	405	747	1,052	405	776	1,075	0	4	2
越秀地产	港币 百万	675	867	2,158	675	867	2,158	0	0	0
恒大地产	人民币 百万	411	8,052	9,531	411	8,052	9,531	0	0	0
花样年控股	人民币 百万	313	1,103	1,670	313	1,103	1,670	0	0	0
佳兆业地产	人民币 百万	624	2,576	1,701	624	2,576	1,701	0	0	0
百仕达控股	港币 百万	1,162	836	771	1,163	840	776	0	1	1
SOHO 中国	人民币 百万	1,548	3,260	3,755	1,548	3,260	3,755	0	0	0

资料来源: 中银国际研究预测

图表 3. 核心每股收益预测调整

公司	货币	原预测			最新预测			调整幅度 (%)		
		FY09E	FY10E	FY11E	FY09E	FY10E	FY11E	FY09E	FY10E	FY11E
中国海外发展	港币	0.744	0.931	1.248	0.810	1.094	1.351	9	17	8
华润置地	港币	0.670	0.950	1.379	0.755	1.028	1.379	13	8	(0)
雅居乐地产	人民币	0.537	0.702	0.996	0.537	0.702	0.996	0	0	0
碧桂园	人民币	0.130	0.191	0.220	0.130	0.191	0.238	0	(0)	8
绿城中国	人民币	0.925	1.206	1.709	0.773	1.341	2.121	(17)	11	24
保利香港	港币	0.244	0.600	1.090	0.244	0.608	1.096	0	1	1
瑞安房地产	人民币	0.163	0.291	0.329	0.326	0.321	0.329	100	10	(0)
远洋地产	人民币	0.322	0.432	0.593	0.322	0.432	0.593	0	0	0
人和商业	人民币	0.157	0.252	0.251	0.170	0.231	0.271	8	(9)	8
仁恒置地	新币	0.140	0.177	0.213	0.140	0.177	0.213	0	0	0
华南城	港币	0.068	0.124	0.175	0.068	0.129	0.179	0	4	2
越秀地产	港币	0.094	0.121	0.301	0.094	0.121	0.301	0	0	0
恒大地产	人民币	0.027	0.537	0.635	0.027	0.537	0.635	0	0	0
花样年控股	人民币	0.083	0.227	0.344	0.083	0.227	0.344	0	0	0
佳兆业地产	人民币	2.495	0.515	0.340	2.495	0.515	0.340	0	0	0
百仕达控股	港币	0.274	0.210	0.207	0.262	0.172	0.170	(4)	(18)	(18)
SOHO 中国	人民币	0.298	0.628	0.724	0.298	0.628	0.724	0	0	0

资料来源：中银国际研究预测

图表 4. 2010 年净资产值预测调整

公司	货币	原预测	新预测	调整幅度 (%)
中国海外发展	港币	17.9	19.56	9
华润置地	港币	24.37	24.12	(1)
雅居乐地产	港币	18.41	17.39	(6)
碧桂园	港币	4.62	4.62	0
绿城中国	港币	16.3	14.8	(9)
保利香港	港币	13.4	13.48	1
瑞安房地产	港币	7.4	8.3	12
远洋地产	港币	12.08	12.08	0
人和商业	港币	2.81	2.94	5
仁恒置地	新币	3.9	3.9	0
华南城	港币	4.71	4.72	0
越秀地产	港币	6.59	6.59	0
恒大地产	港币	7.17	7.17	0
花样年控股	港币	4.75	4.75	0
佳兆业地产	港币	6.45	6.45	0
百仕达控股	港币	3.23	3.13	(3)
SOHO 中国	港币	7.67	7.67	0

资料来源：中银国际研究预测

尽管未来两个月中，内地开发商板块可能仍将保持宽幅震荡的走势，但我们维持对该板块的增持评级

盈利锁定比例较高、估值较低可以缓冲风险

如图表 5 所示，由于去年合同销售火爆，香港上市的内地开发商平均已锁定了 2010 年销售收入预测的 51% (如果剔除锁定率为零的人和商业和百仕达控股，这一比例还将提高至 57%)。随着资产负债表的改善和竣工项目的增加，我们预计 2009-2011 年间，该板块的每股收益年均复合增长率将达到 62%。最近政策不确定性引发调整后，房地产板块目前的 2010 年预测市盈率平均只有 10 倍，估值较 2010 年每股净资产预测平均折让 51%。我们发现该板块估值低廉，其净资产折让率已上升至比 05 年 6 月以来的平均水平低一个标准差(41%)。因此，我们认为，当前的估值水平已基本反映了短期内的政策风险。尽管在政策不确定性和淡季的背景下，未来两、三个月房地产板块可能仍将保持宽幅震荡的走势，但我们预计，得益于淡季结束后销量上升及业绩公告期中可能出现更多的利好消息，因此 3 月起内地开发商板块的表现将有所好转。我们维持对内地开发商板块的**增持**评级。

图表 5. 2010 年房地产销售收入预测锁定比例

公司	2010 年销售收入锁定比例 (%)
雅居乐地产	36
碧桂园	82
远洋地产	68
人和商业	0
越秀地产	100
恒大地产	68
中国海外置地	56
华润置地	68
保利香港	58
仁恒置地	35
SOHO 中国	74
盛高置地	70
华南城	10*
百仕达控股	0
瑞安房地产	25
佳兆业地产	44
绿城中国	85
花样年控股	34
平均	51*

注释：华南城的数据为 2011 年预测数据，因为其财年结束日为 3 月末。预计到 2010 年 3 月末，华南城的收入锁定比例为 73%。如果将签订了意向书的交易也包括在合同销售中，那么 2010 财年和 2011 财年的收入锁定比例将分别达到 95% 和 16%。

*如果剔除锁定率为零的人和商业和百仕达控股，收入锁定比例为 57%

资料来源：中银国际研究预测

图表 6. 内地开发商的净资产折让率



资料来源：中银国际研究预测

将绿城中国的评级由持有下调至卖出

在目前情况下，高端项目较多（特别是在一线城市）且负债率较高的开发商处境较为艰难，因为政府将出台政策抑制投机并可能收紧对开发商的贷款。因此，我们将绿城中国的评级由持有下调至**卖出**，并将目标价由 12.30 港币下调至 8.88 港币（较 2010 年预测每股净资产值折让 40%）。虽然我们也认同公司的合同销售情况非常好（同比增长 249% 至 529 亿港币），但由于其项目大部分是高档住宅（从而可能受到政府的严格审查，因为政府正在竭力打压高端市场），因此其销售可能出现显著下滑。鉴于其规模相对较小，我们从覆盖范围中剔除深圳控股和首创置地。我们调整后的目标价（较净资产值折让 25%，比 05 年 6 月至 07 年 6 月期间的板块均值低一个标准差）显示，内地开发商板块的股价平均仍有 54% 的上升空间。

图表 7. 开发商的最新评级和目标价

	评级		股价 (港币)	远期净 资产值 (港币)	折让率 (%)	目标价(港币)		目标价 变动 (%)	上升/下跌 空间 (%)
	调整前	调整后				调整前	调整后		
中国海外发展	买入	买入	13.94	19.56	18.7 倍 2010 年市盈率	20.50	20.50	0	47
华润置地	买入	买入	14.92	24.12	(8)	22.20	22.20	0	49
雅居乐地产	买入	买入	10.14	15.65	(20)	13.81	15.65	13	37
碧桂园	持有	持有	2.53	2.83	(39)	3.00	2.83	(6)	12
绿城中国	持有	卖出	9.55	14.80	(40)	12.30	8.88	(28)	(7)
保利香港	买入	买入	7.65	13.48	(10)	10.50	12.10	15	58
瑞安房地产	买入	买入	3.77	8.30	(30)	6.00	5.81	(3)	54
远洋地产	买入	买入	6.48	12.08	(10)	10.87	10.87	0	68
人和商业	买入	买入	1.65	2.94	(20)	2.40	2.35	(2)	43
仁恒置地	买入	买入	1.77	3.90	(10)	3.51	3.51	0	98
华南城	买入	买入	1.41	4.72	(49)	2.40	2.40	0	70
越秀地产	买入	买入	1.90	6.59	(50)	3.25	3.29	1	73
恒大地产	买入	买入	3.32	7.17	(15)	6.10	6.10	0	84
花样年控股	买入	买入	1.60	4.75	(40)	2.85	2.85	0	78
佳兆业地产	买入	买入	2.40	6.45	45	3.55	3.55	0	48
百仕达控股	买入	买入	1.32	3.13	(30)	2.26	2.19	(3)	66
SOHO 中国	买入	买入	3.77	7.67	30	5.37	5.37	0	42

资料来源：中银国际研究预测

二、三线城市开发商中，我们看好恒大地产和雅居乐地产。我们还看好华润置地和保利香港

鉴于政府对中小城市城市化进程的政策支持，我们看好恒大地产和雅居乐地产等在二、三线城市项目较多的开发商。同时，我们还看好资产负债表良好、有较强的营销能力和/或母公司资产注入可能的开发商，例如华润置地。中盘开发商中，我们最看好保利香港，因为其品牌知名度较高，同时母公司可能向上市公司注入资产。

图表 8. 开发商各地土地储备占比(按面积计算)

	中海	华润	雅居	碧桂园	绿城	保利	瑞安	远洋	人和	仁恒	华南	越秀	恒大	花样	百仕	世茂	富力	佳兆
	外发展	置地	乐	园	中国	香港	地产	地产	商业	置地	城	地产	地产	年	达	股份	地产	业
上海	3.7	3.5	0.9	0.0	2.0	9.5	22.0	0.0	0.0	16.2	0.0	0.0	0.0	0	25.0	3.5	1.2	1.2
北京	2.9	9.4	0.0	0.0	3.0	0.0	0.0	21.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0	0.0	0.4	8.9	0.0
广州	2.1	0.0	2.5	6.1	0.0	13.9	0.0	0.0	3.1	0.0	0.0	84.4	3.0	0	0.0	0.0	25.2	1.8
深圳	5.4	1.1	0.0	0.0	0.0	6.0	0.0	0.0	5.3	12.2	15.3	0.0	0.0	4	75.0	0.0	0.0	6.7
广东省其他地区	11.2	0.0	61.8	34.4	0.0	5.2	12.0	13.6	0.0	10.5	0.0	12.5	9.0	16	0.0	0.0	0.0	53.7
浙江	3.0	2.3	0.0	0.0	67.0	0.0	1.0	7.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0	0.0	15.5	0.0	0.0
江苏	11.7	8.6	2.4	2.2	7.0	2.7	0.0	0.0	0.0	28.3	0.0	0.0	26.0	10	0.0	32.4	1.7	6.3
四川	8.2	24.3	4.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	13.7	0.0	0.0	4.0	66	0.0	1.8	4.8	15.5
湖南	0.0	8.9	0.0	3.9	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	6.0	0	0.0	0.0	0.0	13.2
河南	0.0	0.0	0.0	0.0	0.3	0.0	0.0	0.0	21.0	0.0	0.0	0.0	9.0	0	0.0	0.0	0.0	0.0
辽宁	18.9	11.4	0.0	10.9	0.4	0.0	27.0	35.4	0.5	0.0	0.0	0.0	6.0	0	0.0	17.5	0.4	1.7
重庆	6.4	9.7	1.2	1.0	0.0	1.1	27.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	7.0	0	0.0	0.0	28.0	0.0
天津	1.0	0.7	0.0	0.3	0.0	0.0	0.0	22.3	4.0	15.7	0.0	0.0	1.0	4	0.0	2.5	12.3	0.0
武汉	0.0	2.4	0.0	1.0	0.0	8.7	11.0	0.0	4.2	0.0	0.0	0.0	4.0	0	0.0	6.5	0.0	0.0
西安	4.5	0.0	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	40.3	0.0	3.0	0	0.0	0.0	2.5	0.0
云南	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	2.2	0.0	0.0	6.6	0.0	0.0	0.0	2.0	0	0.0	0.0	0.0	0.0
安徽	0.0	3.7	0.0	21.0	1.0	0.0	0.0	0.0	4.9	0.0	0.0	0.0	3.0	0	0.0	1.4	0.0	0.0
太原	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	4.0	0	0.0	0.0	10.9	0.0
海南	0.0	0.0	26.5	0.0	7.0	4.7	0.0	0.0	0.0	3.5	0.0	0.0	0.0	0	0.0	0.0	4.1	0.0
福建	0.0	4.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	6.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0	0.0	4.1	0.0	0.0
其他	21.1	9.9	0.0	19.2	11.3	46.1	0.0	0.0	44.1	0.0	44.4	3.1	13.0	0	0.0	14.5	0.0	0.0
总计	100.0	100.0	100	100	100	100	100	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
四大城市以外地区占比%	85.9	86.0	96.6	93.9	95.0	70.7	78.0	78.4	91.6	71.6	84.7	15.6	97.0	96.0	0.0	96.1	64.8	90.3
总土地储备面积 (百万平方米)	31.6	23.5	31.3	44.9	20.0	9.8	9.7	14.5	3.0	4.3	14.9	6.5	48.1	5.6	0.2	28.4	28.4	12.8

资料来源：中银国际研究预测

图表 9. 开发商各地土地储备占比 (按价值计算)

	中国海外发展	华润置地	雅居乐	碧桂园	绿城中国	保利香港	瑞安房地产	远洋地产	人和商业	仁恒置地	华南城	越秀地产	恒大地产	花样年	百仕达	世茂股份	富力地产	佳兆业
上海	9.0	8.4	4.2	0.0	4.0	17.5	59.0	0.0	0.0	11.7	0.0	0.0	0.0	0.0	41.1	5.4	1.4	1.4
北京	7.1	21.2	0.0	0.0	5.0	0.0	0.0	43.7	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	11.9	0.0
广州	4.0	0.0	7.4	7.5	0.0	7.9	0.0	0.0	5.5	0.0	0.0	92.3	7.0	0.0	0.0	0.0	37.5	9.6
深圳	7.3	7.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	14.2	5.3	41.5	0.0	0.0	11.2	58.9	0.0	0.0	21.9
广东省其他地区	15.8	0.0	48.0	33.6	0.0	5.6	4.0	3.2	0.0	19.2	0.0	4.7	20.0	10.2	0.0	0.0	0.0	37.1
浙江	5.8	2.5	0.0	0.0	70.0	0.0	1.0	19.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	16.8	0.0	0.0
江苏	14.1	7.6	4.6	2.7	8.0	7.9	0.0	0.0	0.0	23.7	0.0	0.0	28.0	11.3	0.0	31.6	3.6	9.4
四川	7.9	14.1	4.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	17.0	0.0	0.0	3.0	62.3	0.0	1.7	4.6	11.0
湖南	0.0	4.6	0.0	3.9	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	3.0	0.0	0.0	0.0	0.0	6.8
河南	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0	19.9	0.0	0.0	0.0	4.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
辽宁	6.4	6.6	1.2	13.4	0.1	0.0	9.0	16.9	0.5	0.0	0.0	0.0	4.0	0.0	0.0	18.5	0.7	2.7
重庆	6.6	4.8	1.2	1.0	0.0	1.3	17.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	3.0	0.0	0.0	0.0	10.3	0.0
天津	0.7	1.3	0.0	0.6	0.0	0.0	0.0	17.1	4.9	21.0	0.0	0.0	2.0	5.0	0.0	4.3	15.5	0.0
武汉	0.0	2.7	0.0	0.5	0.0	7.4	10.0	0.0	2.9	0.0	0.0	0.0	5.0	0.0	0.0	5.9	0.0	0.0
西安	3.3	0.0	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	25.4	0.0	3.0	0.0	0.0	0.0	0.6	0.0
云南	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	2.1	0.0	0.0	4.0	0.0	0.0	0.0	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
安徽	0.0	2.1	0.0	17.3	0.5	0.0	0.0	0.0	4.6	0.0	0.0	0.0	2.0	0.0	0.0	1.3	0.0	0.0
太原	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	3.0	0.0	0.0	0.0	6.9	0.0
海南	0.0	0.0	28.4	0.0	6.0	4.6	0.0	0.0	0.0	2.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	7.2	0.0
福建		3.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	5.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	7.9	0.0	0.0
其他	12.0	13.6	0.0	19.5	5.7	45.8	0.0	0.0	38.4	0.0	33.1	2.9	12.0	0.0	0.0	6.6	0.0	0.0
总计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
四大城市以外地区占比%	72.6	63.3	88.4	92.5	91.0	74.6	41.0	56.3	80.4	83.0	58.5	7.7	93.0	88.8	0.0	94.6	49.3	67.1

资料来源：中银国际研究预测

图表 10. 估值对比

公司	股票代码	评级	股价	核心业务市盈率		远期净资产值	净资产折让率	目标折让率	目标价	上升空间	预计 09 年负债率
			(港币)	FY09E (倍)	FY10E (倍)	(港币)	(%)	(%)	(港币)	(%)	(%)
中国海外发展	0688.HK	买入	13.94	17.2	12.7	19.56	(29)	18.7 倍 2010 年市盈率	20.50	47	35
华润置地	1109.HK	买入	14.92	19.8	14.5	24.12	(38)	(8)	22.20	49	32
雅居乐地产	3383.HK	买入	10.14	16.6	12.7	17.39	(42)	(20)	13.91	37	64
碧桂园	2007.HK	持有	2.53	17.1	11.7	4.62	(45)	(39)	2.83	12	65
绿城中国	3900.HK	卖出	9.55	10.9	6.3	14.80	(35)	(40)	8.88	(7)	146
保利香港	0119.HK	买入	7.65	31.4	12.6	13.48	(43)	(10)	12.10	58	23
瑞安房地产	0272.HK	买入	3.77	10.2	10.3	8.30	(55)	(30)	5.81	54	27
远洋地产	3377.HK	买入	6.48	17.7	13.2	12.08	(46)	(10)	10.87	68	40
人和商业	1387.HK	买入	1.65	8.5	6.3	2.94	(44)	(20)	2.35	43	净现金
仁恒置地	YNLG.SP	买入	1.77	12.6	10.0	3.90	(55)	(10)	3.51	98	净现金
华南城	1668.HK	买入	1.41	20.7	10.9	4.72	(70)	(49)	2.40	70	7
越秀地产	0123.HK	买入	1.90	20.2	15.7	6.59	(71)	(50)	3.29	73	68
恒大地产	3333.HK	买入	3.32	106.7	5.4	7.17	(54)	(15)	6.10	84	净现金
花样年控股	1777.HK	买入	1.60	17.0	6.2	4.75	(66)	(40)	2.85	78	净现金
佳兆业地产	1638.HK	买入	2.40	1.2	4.1	6.2	(61)	(30)	3.55	48	44
百仕达控股	1168.HK	买入	1.32	5.0	7.7	3.13	(58)	(30)	2.19	66	净现金
SOHO 中国	0410.HK	买入	3.77	11.1	5.3	7.67	(51)	(30)	5.37	42	净现金
平均				20.2	9.7		(51)	(27)		54.1	

资料来源：中银国际研究预测

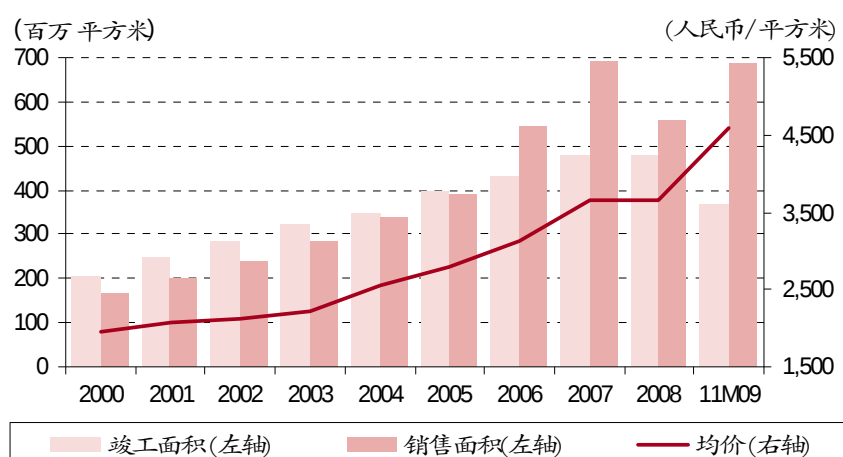
2010 年增长更趋平衡

仍在增加库存

我们预计未来增长更趋平衡、健康

去年经历 V 型反弹后, 我们预计今年房地产市场的增长将更趋平衡、健康。一线城市的政策风险加大 (特别是高端市场), 因为政府表示将抑制投机活动, 防止房地产泡沫破裂。

图表 11. 竣工面积、销售面积及平均售价



资料来源: 搜房网

4,390 亿人民币的巨额资金未来可能用于补充土地储备

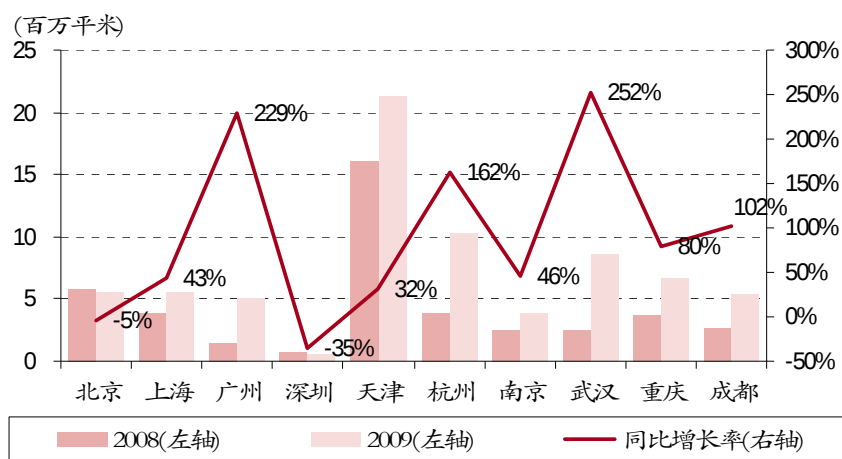
鉴于去年合同销售强劲 (主要上市开发商的总销售额达 4,390 亿人民币), 而大部分上市开发商都已进行过某种形式的资本结构调整和债券融资, 因此我们认为, 未来他们将继续补充土地储备。最近“地王”频现也印证了这一点, 包括雅居乐地产、富力地产和碧桂园组成的财团斥资 255 亿人民币购买的广州亚运城项目。09 年, 中国 60 个大中城市的总土地供应量同比增长了 39%。在十个主要城市, 共有 1,160 幅土地挂牌出售, 总占地面积 9,700 万平方米, 同比增长 60%, 其中 844 幅已售出 (总占地面积 7,300 万平方米, 同比增长 67%)。然而, 09 年下半年的土地供应量和总售出面积占到了全年的 71%, 这表明大部分土地交易都是于下半年完成。

图表 12. 主要城市的住宅用地销售(2009)

城市	出售土地数量			占地面积(万平方米)			均价(人民币/平方米)		
	供给	售出	售出/供给(%)	供给	售出	售出/供给(%)	供给	售出	售出/供给(%)
北京	82	69	84	705	546	77	2,817	6,339	225
上海	161	79	49	1,311	558	43	3,133	7,997	255
广州	31	30	97	506	505	100	2,736	4,214	154
深圳	9	8	89	253	53	21	2,595	6,731	259
天津	148	125	84	2,082	2,131	102	1,478	1,404	95
杭州	180	160	89	1,074	1,029	96	2,723	4,197	154
南京	52	63	121	416	380	91	1,714	2,900	169
武汉	205	131	64	1,359	866	64	295	1,236	419
重庆	128	88	69	873	670	77	1,209	1,535	127
成都	164	91	55	1,107	532	48	1,118	1,433	128
总计	1,160	844	73	9,686	7,270	75	1,811	2,983	165

资料来源: 搜房网、中银国际研究

图表 13. 主要城市的土地销售面积



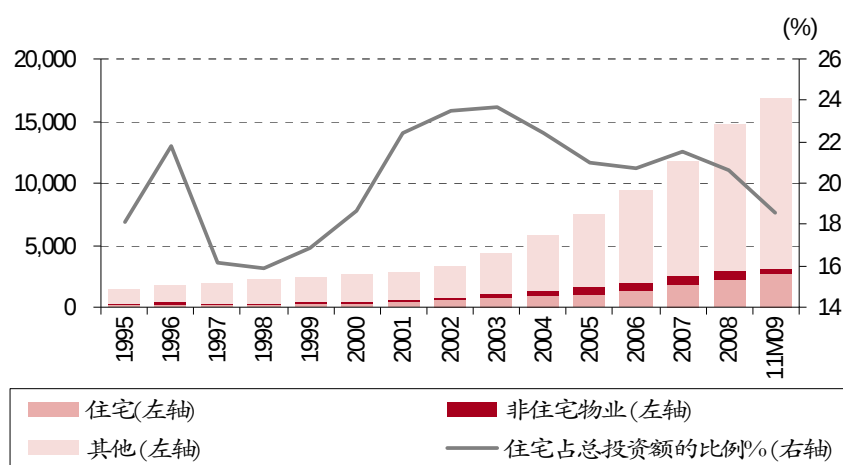
资料来源: 搜房网、中银国际研究

图表 14. 主要开发商的销售收入锁定比例

公司	评级	截至时间	最新 09 年销		
			合同销售额 (人民币 十亿)	售目标 (人民币 十亿)	销售收入锁 定比例%
中国海外发展	买入	12 月	42.1	35.3	119.3
华润置地	买入	12 月	25.2	20.0	126.0
远洋地产	买入	12 月	14.0	11.0	127.3
雅居乐地产	买入	12 月	20.1	13.5	148.9
碧桂园	持有	12 月	23.2	19.0	122.1
绿城中国	卖出	12 月	33.4	23.8	140.5
保利香港	买入	12 月	8.0	5.5	145.5
瑞安房地产	买入	10 月	5.4	3.3	163.6
仁恒置地	买入	9 月	12.0	9.0	133.3
越秀地产	买入	12 月	6.1	4.4	138.5
恒大地产	买入	12 月	30.3	30.0	101.0
世茂股份	未有评级	12 月	22.5	20.0	112.5
中渝置地	未有评级	11 月	1.6	1.2	133.3
合景泰富地产	未有评级	12 月	7.6	5.0	152.0
上海复地	未有评级	12 月	8.5	6.5	131.4
富力地产	未有评级	12 月	24.2	23.0	105.2
万科	买入	12 月	63.4	48.0	132.1
龙湖地产	未有评级	12 月	18.3	n.a.	n.a.
佳兆业地产	买入	12 月	6.0	n.a.	n.a.
花样年控股	买入	12 月	3.7	n.a.	n.a.
SOHO 中国	买入	12 月	13.1	n.a.	n.a.
恒盛地产	未有评级	12 月	6.7	n.a.	n.a.
保利地产	买入	12 月	43.4	n.a.	n.a.
总计			438.8		

资料来源：公司数据、中银国际研究

图表 15. 房地产投资与固定资产投资



资料来源：万得资讯、国家统计局

由于政府出台的政策意在通过增加供应来平抑房价,今年大多数城市的地块供应料会增加。去年主要房地产开发商的融资活动有所增加,为的是重新调整资产负债结构。这也解释了去年1-11月房地产行业资金来源中仅有19%来自于国内的原因,与2007-08年水平基本持平。去年在内地开发商在香港和A股市场共募集资金1,880亿元(下半年香港上市的开发商约为650港币)。假设这1,880亿元资金以3,000元/平米(与09年平均土地销售大致相当)的平均土地成本收购地块,开发商可以扩充约6,300万平米的土地储备(相当于09年土地出售面积的86%)。再假设平均容积率5.0倍,总建筑面积可能会高达3.14亿平米,相当于国内所有主要上市开发商(香港和A股上市)现有土地储备的54%。鉴于这些公司的资产负债得到了强化,且存在进一步扩充土地储备的需求,我们预计在去年国内房地产投资增长16%的基础上今年将再度增长22%

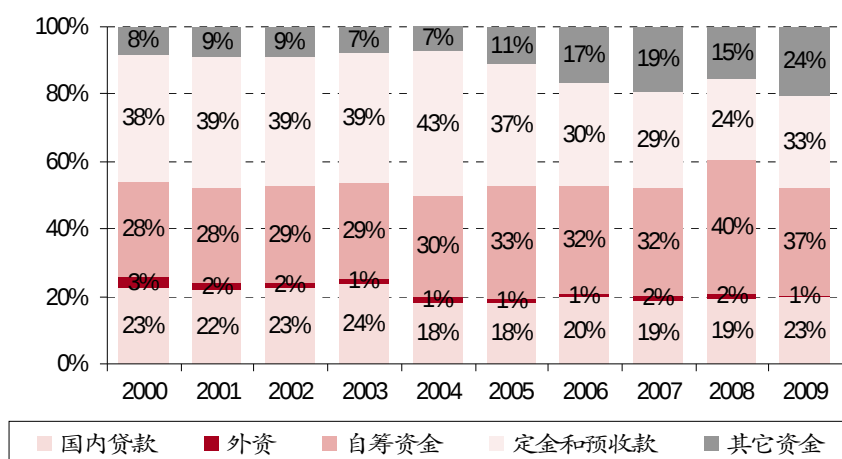
预计今年房地产投资增速达到
22%

图表 16. 09年下半年香港上市的国内开发商融资活动

超募期权行权后筹集的净资金 (如有)			
	日期	(百万港币)	评注
佳兆业地产	12月9日	3,239	IPO
花样年控股	11月9日	2,475	IPO
新世界	11月9日	4,854	配股
龙湖	11月9日	7,715	IPO
明发	11月9日	2,023	IPO
雅居乐地产	11月9日	2,212	海外港元债券
恒大地产	10月9日	3,188	IPO
禹洲地产	10月9日	1,519	IPO
保利香港	10月9日	3,013	先旧后新方式配售
百仕达	10月9日	525	先旧后新方式配售
恒盛	10月9日	7,885	IPO
宝龙	10月9日	2,643	IPO
华南城	9月9日	2,916	IPO
碧桂园	9月9日	2,876	海外港元债券
远洋地产	6月9日	2,955	国内债券
富力地产	10月9日	6,250	国内债券
首创置业	10月9日	1,136	国内债券
上海复地	11月9日	2,159	国内债券
总计		65,402	

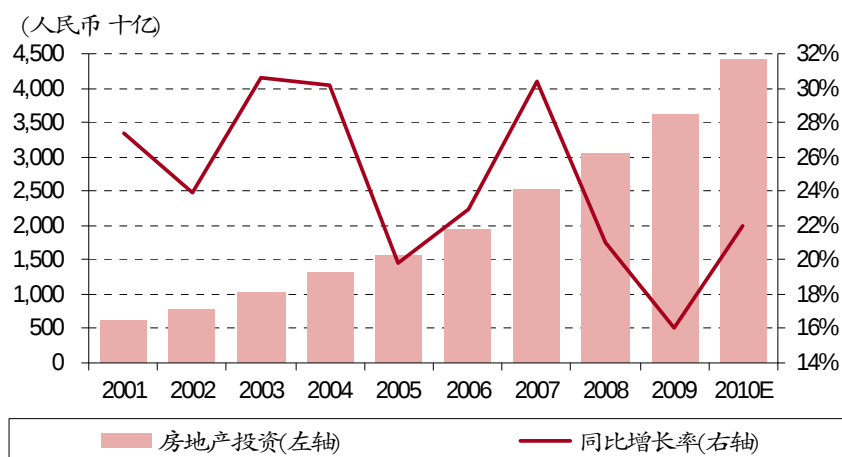
资料来源: 彭博、中银国际研究

图表 17. 房地产行业资金来源



资料来源：国家统计局、中银国际研究

图表 18. 房地产投资



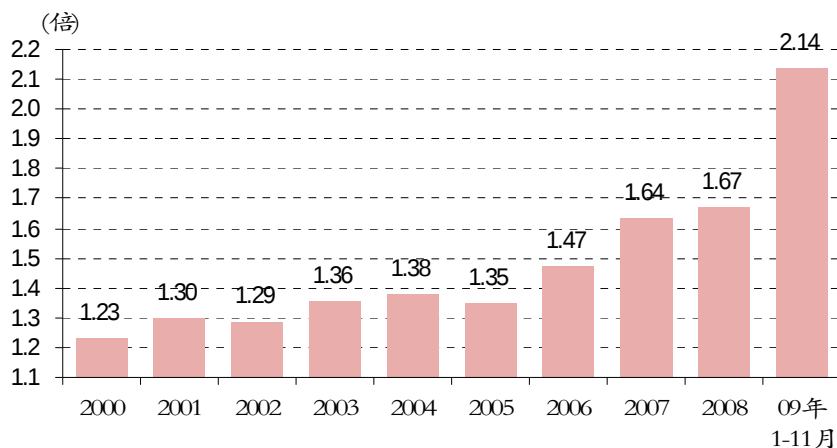
资料来源：国家统计局、中银国际研究预测

供应未售库存增加

预计10年2季度后供应增加

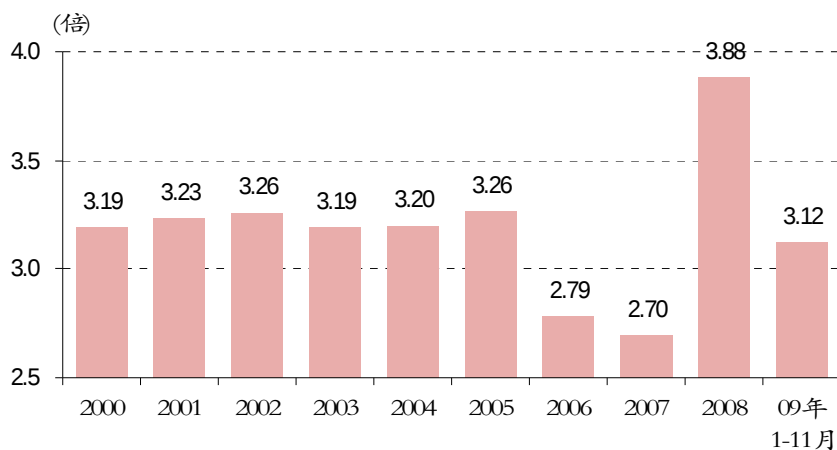
在开发商重新积累库存以及主要开发商合同销售强劲导致开工速度进一步加快的背景下，我们预计2010年2季度之后物业供应将会增加。我们认为供需状况将会恢复到更加平衡的水平，体现在去年即便是在房地产销售强劲增长的情况下新开工竣工面积比也有所上升。

图表 19. 新开工竣工面积比



资料来源: 搜房网

图表 20. 施工销售面积比



资料来源: 搜房网

12 月库存总量仍有所下降, 其中杭州和上海的未售库存有所减少, 但北京和成都有所增加

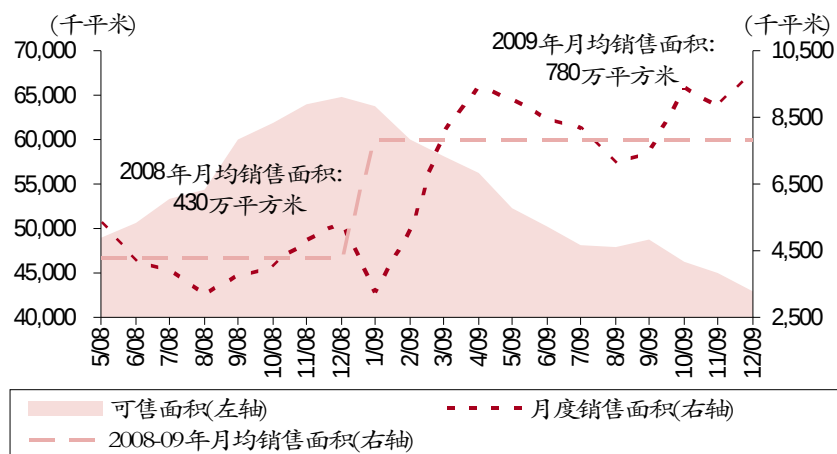
此外, 12 月我们所得到的 6 个城市的总库存数量由 11 月的 4,500 万平方米降至 4,290 万平方米, 主要是因为需求强劲且供应有限。但我们预测未来 1-2 个月因为淡季因素供应较少的局面仍将延续。如果未来的销售维持在 12 月的水平, 库存平均只需要 5.2 个月 (2.2-11.1 个月不等) 清空, 如果根据 11 月的销售测算时间也基本相当。根据 12 个月滚动测算, 未售库存将需要 6.2 个月 (2.3-10 个月) 时间来清空。在我们检测的城市中, 我们发现上海和杭州的库存有所下降, 因此前景较为乐观。同时我们注意到北京和成都等地的库存有所增加, 因此预计房价仍将承压。

图表 21. 库存和去库存分析

城市	可售面积 (百万平米)		平均月度销售 (百万平米)				去库存需要的月数, 按照以下平均销售			
	截至 09 年 11 月	截至 09 年 12 月	2008	12 个月滚动	09 年 11 月	09 年 12 月	2008	12 个月滚动	09 年 11 月	09 年 12 月
北京	13.4	12.5	0.7	1.3	1.8	2.0	16.8	10.0	6.9	6.2
上海	4.8	4.8	1.3	2.1	2.3	2.1	3.7	2.3	2.1	2.2
重庆	10.5	10.5	1.0	2.0	1.9	2.0	10.1	5.4	5.5	5.3
深圳	3.9	3.8	0.3	0.5	0.5	0.3	11.2	7.2	8.2	11.1
杭州	1.8	1.8	0.2	0.5	0.6	0.7	10.5	3.5	3.3	2.7
成都	10.6	9.4	0.5	1.2	1.8	2.7	17.2	8.9	5.3	3.5
总计	45.0	42.9					11.6	6.2	5.2	5.2

资料来源: 搜房网、中银国际研究

图表 22. 库存与平均月度销售



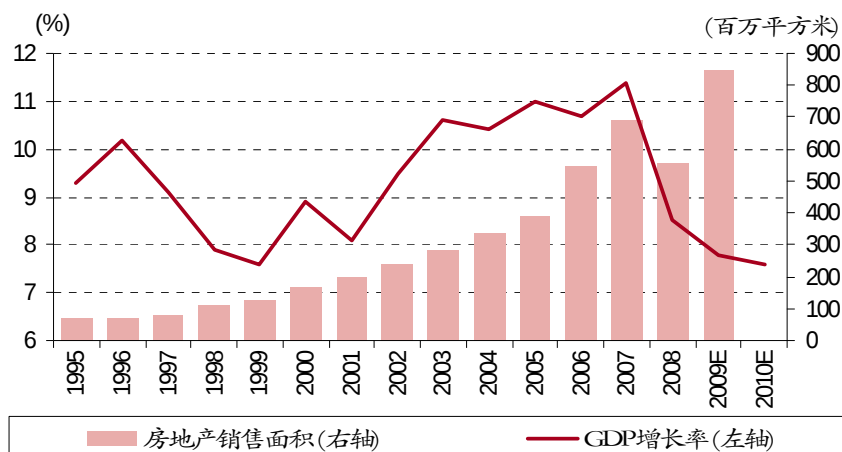
注: 六个城市的总和(北京、上海、杭州、深圳、成都和重庆)

资料来源: 搜房网、中银国际研究

需求依然稳定

受城镇化和GDP 稳健增长推动, 需求依然保持旺盛。

虽然我们认为在金融危机爆发以及 08 年底之后政府推出强力扶持政策后压抑已久的需求有所释放使得今年房地产销售只会与去年基本持平, 但我们预计住房需求在城镇化推进以及 GDP 强劲增长推动基本需求旺盛的情况下住房需求仍将保持强劲。

图表 23. GDP 增速与房地产销售


资料来源：搜房网

全国以及一二线城市的可负担
比率仍处在合理水平

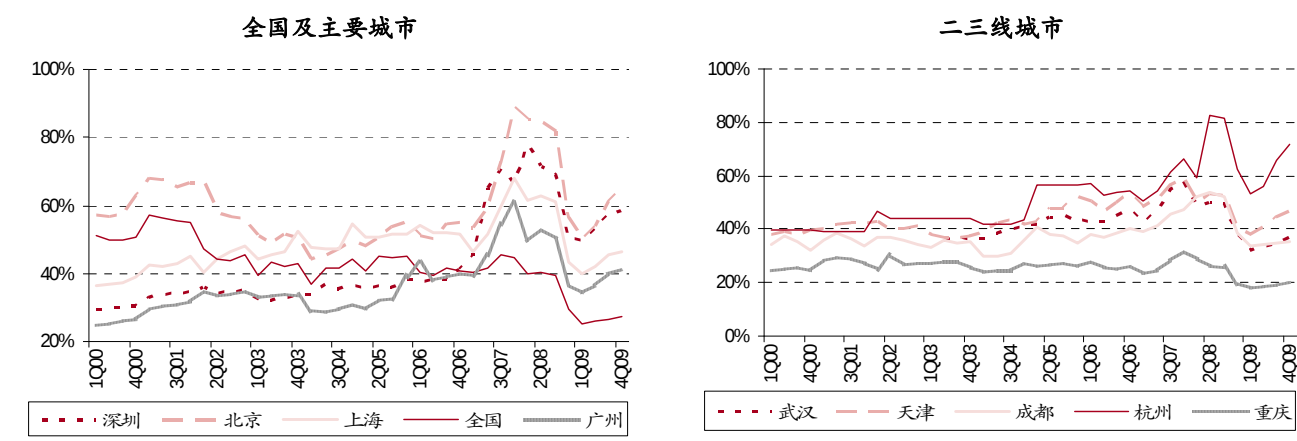
从可负担比率来看，全国整体依然维持在 27.3% 的较高水平，与 08 年 4 季度基本持平，但在北京、上海、广州、深圳和杭州等城市因为近期房价再度出现上涨而显得有些过高。尽管如此，重庆、成都和武汉等二三线城市的比率仍保持在较为健康的水平。在政府近期推出加快中小城市城镇化进程出台的背景下，我们认为三四线城市的成交量和价格都还有进一步的上升空间。根据 54 个基点的升息预期，我们认为今年可负担比率或增长 2-3 个百分点。但二三线城市以及全国整体仍将处在健康水平。

图表 24. 主要城市可负担率

	月供/ 家庭收入 (%)	房价/收入 (倍)	按揭利率 (%)	09 年 3 季度平均房价 (元/平方米)	平均家庭月度收 入(元)	历史类似水平
全国	27.3	6.7	4.158-5.94	4,521	5,206	08 年 4 季度
北京	65.2	16.0	4.158-5.94	12,917	6,466	07 年 4 季度
上海	46.2	11.3	4.158-5.94	10,740	7,217	07 年 1 季度
广州	41.3	10.1	4.158-5.94	9,442	7,286	07 年 1 季度
深圳	58.3	14.3	4.158-5.94	14,886	7,935	07 年 2 季度
天津	46.9	11.5	4.158-5.94	7,039	4,859	06 年 2 季度
武汉	36.9	9.0	4.158-5.94	5,184	4,567	04 年 1 季度
杭州	71.6	17.5	4.158-5.94	13,738	6,421	07 年 4 季度
重庆	20.2	4.9	4.158-5.94	2,630	4,184	04 年 1 季度
成都	35.4	8.7	4.158-5.94	4,815	4,220	05 年 1 季度

资料来源：搜房网、中银国际研究预测

图表 25. 可负担比率



资料来源：搜房网、中银国际研究

资料来源：搜房网、中银国际研究

图表 26. 假设利率上调 54 个基点后的可负担比率

	当前		假设利率上调 54 个基点	
	%	历史接近水平	%	历史接近水平
全国	27.3	08 年 4 季度	29.2	08 年 4 季度
北京	65.2	07 年 3 季度	69.5	07 年 3 季度
上海	46.2	07 年 1 季度	49.2	07 年 2 季度
广州	41.3	07 年 1 季度	44.1	07 年 1 季度
深圳	58.3	07 年 2 季度	62.1	07 年 2 季度
天津	46.9	06 年 2 季度	50.0	06 年 2 季度
武汉	36.9	04 年 1 季度	39.4	04 年 1 季度
杭州	71.6	07 年 4 季度	76.3	07 年 4 季度
重庆	20.2	04 年 1 季度	21.5	04 年 1 季度
成都	35.4	05 年 4 季度	37.7	06 年 1 季度

资料来源：搜房网、中银国际研究预测

去年压制需求的释放可能会使数据失真

由于内在需求旺盛和供应增加，我们预计 2010 年房地产销售同比将会出现增长(不考虑压制需求的释放因素)。虽然主要城市的销售情况可能受到政府抑制投机政策出台、自身可负担比率较低的负面影响，二三线城市更加旺盛的需求料将弥补主要城市销量可能出现的放缓。假设压制需求中的大部分在 09 年 3-8 月中释放，参考 2003-07 年 3-8 月销售/9-12 月销售 85% 的平均比率，再根据我们对 09 年 9-12 月 3.37 万平米的销售预测，我们计算出 09 年 3-8 月需求量(不包括 08 年因为鼓励政策所带来的压制需求的释放)达到了 2.85 亿平米。因此我们预计 09 年销量(不计入压制需求的预测)将在 7.25 亿平米左右，比我们此前的 09 年全年预测低 15%。但成交量只会减少 9% 至 347 亿元。

虽然我们预测今年成交量保持平稳，销售金额可能仍会增加6%，二三线城市的上升空间更大

在需求稳定和供应增加的预期下，我们预测，排除在 09 年中释放的 08 年压制需求预估，销售较去年增长 15-17%，预计今年房价温和上涨 5-6%，二三线城市的上升空间更大。所以我们预计 2010 年房地产成交面积将会持平 (或小幅下降)，但成交金额将上升 6%，大城市的成交量萎缩幅度可能较高。虽然我们预计 2010 年整个市场的成交金额仅增加 6%，今年大部分上市开发商可能通过扩大自身在各城市市场占有率并在 09 年下半年供应增加以及更加积极拿地从而推升均价的情况下依然保持双位数的较快合同销售增长，

升息影响

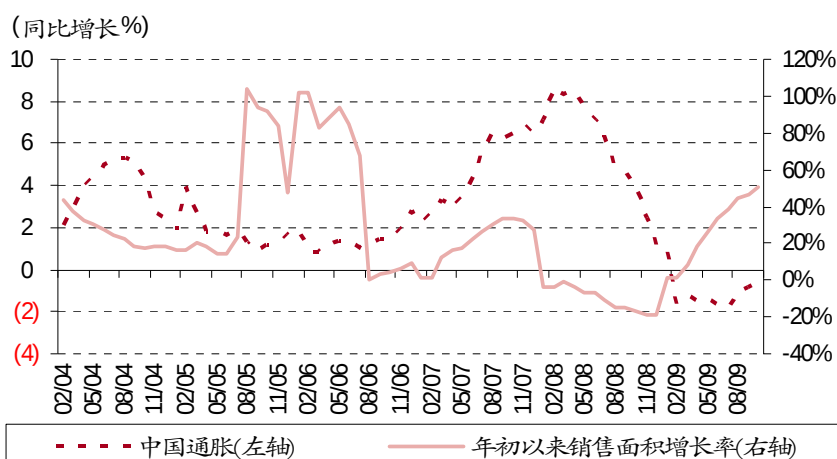
中国可能先于美国升息

1月12日央行宣布上调存款准备金率50个基点，明显释放出政府退出积极货币政策的信号。我们的宏观经济分析师程漫江认为今年的货币政策的目的是为了资产和商品价格实现软着陆，同时保持相对稳定的经济增长。因此我们预计中国可能先于美国升息。虽然现在很难预测美国何时会升息，市场预期美国在今年下半年升息的可能正在增加。

如下图所示，根据香港05年2月首次升息和美国1994年3月升息的历史，房地产市场在升息周期中的反应期通常为4-5个月。当时房价上涨了70%，而按揭利率因为经济表现强劲而由8.5%上升到了9.5%。如果我们看看最近的升息周期，在05年2月首次升息大约5个月后的当年6月香港房价才开始下跌。1993年底的美国也是如此，当时升息周期导致房价在1994年3月开始回调。尽管如此，升息对于房地产行业的影响在很大程度上取决于升息幅度、经济状况以及期间的通胀率（中国通胀率和房价及成交量存在很强的关联）。香港的1991年4月-1994年4月以及美国的2004年3月-2007年6月，我们发现在起初回调后房价随着利率上升而上涨，原因是当时的经济增长非常强劲。现在我们预计一年期贷款利率今年上升54个基点，明年上升27个基点，今年和明年的通胀率分别为2.8%和2.5%，即通胀率超过贷款率上升幅度的可能性依然很高。但由于实际利率较低，仍将对房地产市场持续利好。尽管如此，我们预计相比二三线城市，升息对于可负担比率较低且投资需求更高的主要城市影响更大。

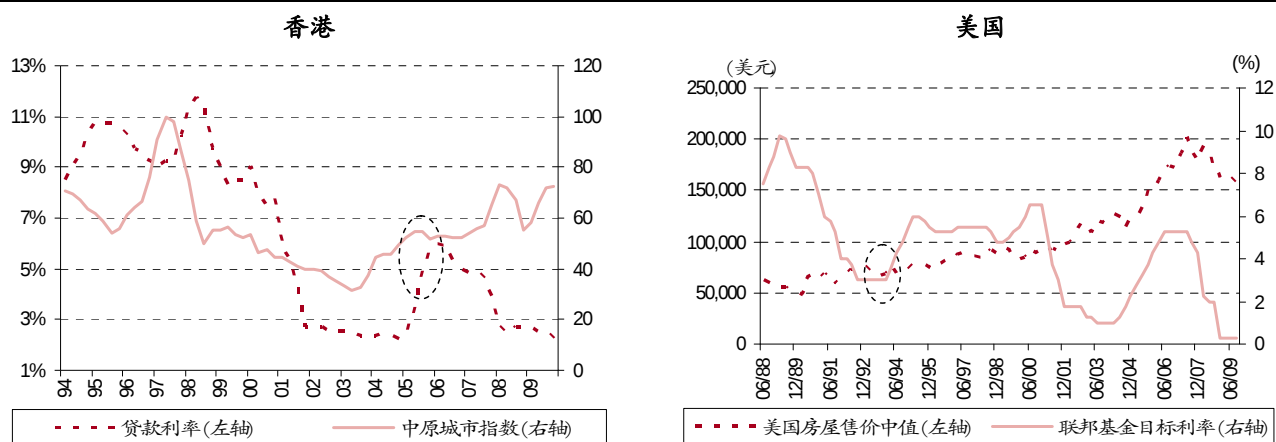
利率、通胀率和经济状况将影响房地产市场。升息后通常要过4-5个月才会对房价产生影响

图表 27. 中国通胀率和销售面积



资料来源: CEIC

图表 28. 利率与房价



资料来源: CEIC、中银国际研究

政策风险

政府将继续扶持自住房和改善性住房

根据 09 年 12 月 7 日中央经济工作会议后的声明，中央政府将继续支持自住和改善性购房需求，增加普通经适房的供应，加大农村危房改造支持力度，进一步加强廉租住房等建设以及支持棚户区改造。另外政府将把重点放在加强中小城市和小城镇发展上，积极稳妥推进城镇化。但政府对刺激政策有所收紧，将免征营业税(销售金额的 5.5%)住房年限由 2 年调整为 5 年，09 年 12 月 10 日生效。我们预计未来还将出台收紧二套房贷、加强土地增值税征收管理，规定拿地首付比例不低于 50%，其余两年缴清。

存款准备金率上调 50 个基点释放出政府退出积极货币政策的意图

2010 年 1 月 10 日，国务院出台“国 11 条”来抑制过热的房地产市场并促进行业健康发展。“国 11 条”中没有引入新的政策，只是重申了银行应该严格执行二套房贷且省级政府将负责监控地方政府稳定房地产。央行同时上调了存款准备金率 50 个基点，释放了退出积极货币政策的信号。

“国 11 条”出台后可能不会再出针对房地产市场的重大政策

在国务院发表声明限制二套房贷以及减轻热钱流入对房地产市场造成影响后，我们认为短期内政府继续出台重大政策的可能性不是很大(可能出台对整体货币政策收紧的政策除外)。至今为止政府出台了对房地产行业的刺激性和抑制紧缩性政策和指导，总的目的是为了增加供应并遏制投机需求。

图表 29. 近期公布的政策

扶持	限制
适度宽松货币政策基调不变	遏制投资和投机需求
继续支持首次购房和住房升级	二套房营业税免征期限有 2 年恢复到 5 年
积极稳妥推进城镇化，放宽中小城市和城镇户籍限制	购地首付比例由 20-30%提高到 50%。两年内须付清补地价
	再度强调严格执行二套房 40% 的最低首付比例

资料来源：搜房网、中银国际研究

风险更高的其他政策可能在今年下半年出台

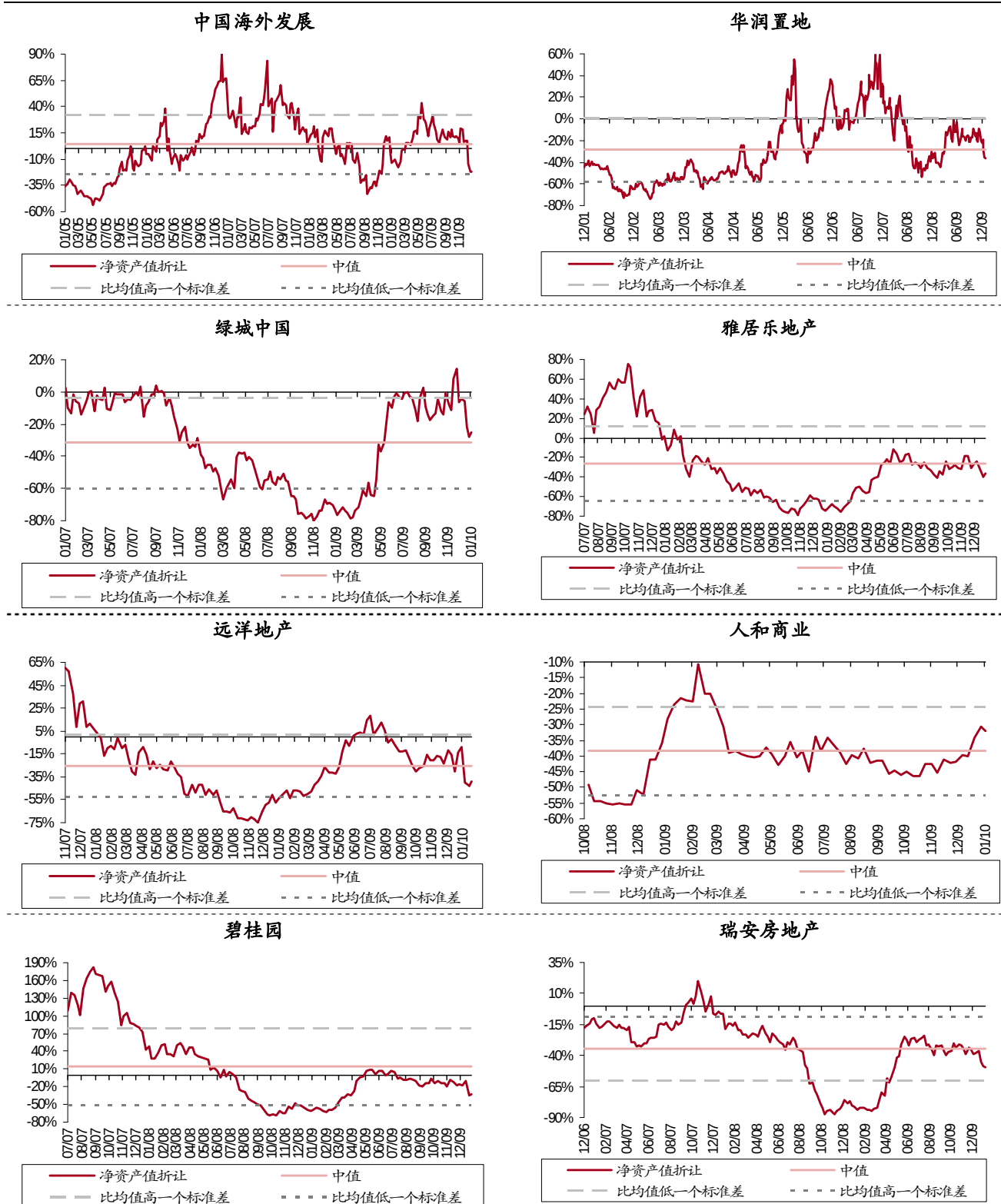
我们还是认为短期内出台更多重大抑制紧缩性政策的可能性不大，但如果房价继续上涨则不排除推出其他政策的可能。在美国可能在今年下半年加息以及全球经济前景仍不确定的背景下，我们认为中国下半年的政策风险将会大于上半年。

进一步出台的政策可能包括:

1. **进一步收紧信贷:** 如果房价继续上涨且其他行业推动经济较快增长, 政府可能收紧开发商和购房者的信贷并通过加息来进一步给房地产行业降温。证监会也可能暂停房地产公司的融资活动 (包括 IPO、增发及发债)。央行可能会要求银行收紧对开发商的放贷。事实上央行将银行存款准备金率上调 50 个基点暗示了今年此后可能会继续收紧流动性。
2. **进一步收紧二套房贷:** 虽然我们认为近期国务院下发通知后二套房贷须缴的首付比例将维持在最低 40% 的水平, 但政府可能将此水平连同按揭利率一起进一步上调 (市场曾预期二套房贷最低首付比例将由 40% 上调至 50%)。
3. **物业税:** 政府可能考虑开征物业税, 尤其是上调高端物业的税率。但考虑到房地产估值的技术因素以及颠覆现有体系所面临的挑战, 我们认为今年开征物业税的可能性不大。
4. **闲置土地问题:** 闲置土地惩罚可能会增加。目前高于 1 年低于 2 年的闲置土地惩罚为土地价格的 20%。政府将严惩并没收两年内未开发的囤地。
5. **最低资本金要求:** 就普通住房开发而言, 国务院于 09 年 5 月将最低资本金要求由 35% 降至 20%。政府可能会考虑上调资本金比例, 尤其是高端房地产项目。但上调最低资本金比例可能会影响开发商的现金流并最终减少供应而不是增加供应, 从而会影响长期的供需平衡。
6. **海外购房者:** 由于政府开始对于热钱以及投机和投资高端物业表示了担忧, 监管部门可能继续增加海外购房者的限制。
7. **房地产投资信托 (REITs):** 推出 REITs 可以为物业持有者提供更多的资金渠道并未个人提供更多的投资机会。将 REITs 拓宽到开发商有利于公司的融资。

附录一、净资产值折让图

图表 30. 主要房地产开发商净资产值折让图



资料来源：彭博，中银国际研究

续.....图表 30. 主要房地产开发商净资产值折让图



资料来源：彭博，中银国际研究

附录二、房地产业务战略

图表 31. 主要房地产商统计数据(百万 平方米)

全国	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	11M09
完工面积	225	266	322	347	400	432	478	477	367
已售面积	185	221	285	338	391	544	691	559	690
开工面积	293	342	437	479	540	636	781	799	785
开工面积/已售面积	1.6	1.5	1.5	1.4	1.4	1.2	1.1	1.4	1.1
在建面积/已售面积	3.2	3.3	3.2	3.2	3.3	2.8	2.7	3.9	3.1
在建项目	598	721	910	1,082	1,277	1,515	1,865	2,167	2,346
已售出/已完工面积	0.8	0.8	0.9	1.0	1.0	1.3	1.4	1.2	1.9
完工率(%)	37.7	36.9	35.4	32.1	31.3	28.5	25.6	22.0	17.1
土地开发面积(百万 平方米)(整体, 不限于包括住宅)	153	173	209	197	208	266	269	260	203
土地收购面积(百万 平方米)(整体, 不限于包括住宅)	234	304	370	398	382	368	406	368	271
土地收购面积/土地开发面积(整体, 不限于包括住宅)	1.5	1.8	1.8	2.0	1.8	1.4	1.5	1.4	1.3
住宅地产投资(人民币 十亿)	428	527	678	884	1,077	1,361	1,801	2,208	2,237
住宅地产销售(人民币 十亿)	383	471	630	862	1,094	1,704	2,532	2,042	3,162
房地产投资/房地产销售(住宅)	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0	0.8	0.7	1.1	0.7
住宅平均售价(人民币/平方米)	2,068	2,130	2,212	2,549	2,796	3,132	3,665	3,655	4,587
北京	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	11M09
完工面积	13.9	19.3	20.8	23.4	28.4	21.9	18.5	14.0	10.6
已售面积	11.3	16.0	17.7	22.9	25.7	22.1	17.3	10.3	16.3
开工面积	22.4	24.6	25.0	22.1	19.8	18.7	16.4	15.7	10.6
开工面积/已售面积	2.0	1.5	1.4	1.0	0.8	0.8	0.9	1.5	0.7
在建面积/已售面积	3.9	3.4	3.6	3.0	2.8	2.9	3.4	5.4	2.9
在建项目	43.5	54.0	63.5	67.6	72.8	63.1	59.1	55.4	51.8
已售出/已完工面积	0.8	0.8	0.9	1.0	0.9	1.0	0.9	0.7	1.5
完工率(%)	32	36	33	35	39	35	31	25	22.3
土地开发面积(百万 平方米)(整体, 不限于包括住宅)	11.6	9.3	10.9	6.3	3.1	8.4	2.5	3.5	2.1
土地收购面积(百万 平方米)(整体, 不限于包括住宅)	14.7	20.9	14.1	15.7	7.7	3.0	3.9	8.2	4.5
土地收购面积/土地开发面积(整体, 不限于包括住宅)	1.3	2.3	1.3	2.5	2.5	0.4	1.6	2.3	2.2
住宅地产投资(人民币 十亿)	46.4	58.7	63.3	77.6	78.0	86.4	99.2	94.1	72.5
住宅地产销售(人民币 十亿)	53.2	71.7	78.9	108.5	150.2	162.6	184.6	120.1	213.7
房地产投资/房地产销售(住宅)	0.9	0.8	0.8	0.7	0.5	0.5	0.5	0.8	0.3
住宅平均售价(人民币/平方米)	4,716	4,466	4,456	4,747	5,853	7,375	10,661	11,648	13,107
上海	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	11M09
完工面积	15.0	17.1	21.4	30.8	27.4	27.0	27.5	17.6	11.7
已售面积	16.5	18.4	22.2	30.6	26.9	26.2	32.8	19.7	27.1
开工面积	19.1	23.1	26.1	26.7	24.9	21.1	16.3	17.6	13.6
开工面积/已售面积	1.2	1.3	1.2	0.9	0.9	0.8	0.5	0.9	0.5
在建面积/已售面积	2.8	3.1	3.0	2.5	3.0	3.1	2.3	3.5	2.1
在建项目	46	57	68	76	81	80	76	68.7	61.8
已售出/已完工面积	1.1	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0	1.2	1.1	2.3
完工率(%)	33	30	32	40	34	34	36	26	20.6
土地开发面积(百万 平方米)(整体, 不限于包括住宅)	2.5	3.3	6.1	6.7	5.6	2.5	1.4	1.2	0.8
土地收购面积(百万 平方米)(整体, 不限于包括住宅)	7.4	13.9	14.7	10.4	7.5	5.2	1.4	2.7	2.0
土地收购面积/土地开发面积(整体, 不限于包括住宅)	3.0	4.2	2.4	1.5	1.4	2.1	1.0	2.2	2.4
住宅地产投资(人民币 十亿)	47.2	55.6	67.6	90.1	92.1	83.6	83.8	84.4	82.7
住宅地产销售(人民币 十亿)	58.3	73.3	111.0	176.3	162.7	184.1	270.6	160.8	333.2
房地产投资/房地产销售(住宅)	0.8	0.8	0.6	0.5	0.6	0.5	0.3	0.5	0.2
住宅平均售价(人民币/平方米)	3,535	3,988	4,989	5,761	6,043	7,039	8,253	8,182	12,295

续上表..... 图表 32. 主要房地产商统计数据(百万 平方米)

天津	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	11M09
完工面积	6.1	6.7	7.5	10.1	12.7	13.1	14.2	14.6	6.0
已售面积	5.2	5.4	7.2	8.0	8.5	13.3	14.1	11.4	10.7
开工面积	5.1	6.5	7.7	10.0	13.0	15.3	16.1	18.9	9.5
开工面积/已售面积	1.0	1.2	1.1	1.3	1.5	1.2	1.1	1.7	0.9
在建面积/已售面积	3.1	3.2	2.7	3.0	3.3	2.5	2.7	3.8	2.7
在建项目	16.4	17.5	19.4	23.5	28.3	34.0	37.4	43.1	31.4
已售出/已完工面积	0.9	0.8	1.0	0.8	0.7	1.0	1.0	0.8	1.8
完工率(%)	37	39	39	43	45	39	38	34	20.8
土地开发面积(百万 平方米)(整体, 不限于包括住宅)	4.7	5.8	7.5	5.4	9.9	13.8	12.1	9.5	4.4
土地收购面积(百万 平方米)(整体, 不限于包括住宅)	5.2	5.8	10.9	10.6	7.1	9.1	9.2	5.1	3.4
土地收购面积/土地开发面积(整体, 不限于包括住宅)	1.1	1.0	1.5	2.0	0.7	0.7	0.8	0.5	0.8
住宅地产投资(人民币 十亿)	12.1	12.1	15.3	17.5	23.5	31.1	34.3	45.9	39.9
住宅地产销售(人民币 十亿)	12.0	13.1	17.8	23.5	33.5	62.0	78.1	63.6	71.3
房地产投资/房地产销售(住宅)	1.0	0.9	0.9	0.7	0.7	0.5	0.4	0.7	0.6
住宅平均售价(人民币/平方米)	2,301	2,426	2,463	2,950	3,928	4,649	5,557	5,598	6,699
重庆	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	11M09
完工面积	7.4	10.3	12.3	11.9	17.1	17.0	17.7	19.5	14.0
已售面积	6.4	8.7	11.3	11.4	13.2	20.2	33.1	26.7	30.4
开工面积	12.6	12.8	15.8	16.7	18.3	21.8	29.0	28.6	23.1
开工面积/已售面积	2.0	1.5	1.4	1.5	1.4	1.1	0.9	1.1	0.8
在建面积/已售面积	3.9	3.5	3.3	3.9	4.2	3.5	2.5	3.4	2.9
在建项目	25.1	30.8	37.5	44.9	55.1	70.3	81.8	91.7	95.1
已售出/已完工面积	0.9	0.8	0.9	1.0	0.8	1.2	1.9	1.4	2.2
完工率(%)	29.4	33.5	32.9	26.5	31.1	24.2	21.6	21.3	16.1
土地开发面积(百万 平方米)(整体, 不限于包括住宅)	8.7	6.6	8.4	8.6	9.2	8.0	11.9	9.7	8.8
土地收购面积(百万 平方米)(整体, 不限于包括住宅)	9.1	13.3	16.6	11.0	13.9	14.7	17.4	11.6	9.6
土地收购面积/土地开发面积(整体, 不限于包括住宅)	1.0	2.0	2.0	1.3	1.5	1.8	1.5	1.2	1.1
住宅地产投资(人民币 十亿)	11.1	13.1	17.7	20.9	30.0	37.7	52.2	62.0	66.4
住宅地产销售(人民币 十亿)	7.2	11.1	15.0	17.9	22.5	41.9	85.7	70.5	100.1
房地产投资/房地产销售(住宅)	1.5	1.2	1.2	1.2	1.3	0.9	0.6	0.9	0.7
住宅平均售价(人民币/平方米)	1,131	1,278	1,321	1,573	1,705	2,070	2,588	2,640	3,290
广州	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	11M09
完工面积	6.7	8.7	9.0	7.4	5.8	7.7	6.7	6.7	5.1
已售面积	5.1	6.6	7.2	8.1	6.2	11.6	12.8	9.3	10.6
开工面积	9.8	9.1	8.3	9.9	7.6	8.6	11.6	7.6	5.2
开工面积/已售面积	1.9	1.4	1.2	1.2	1.2	0.7	0.9	0.8	0.5
在建面积/已售面积	5.8	4.8	4.3	4.2	5.3	3.0	2.8	3.9	2.8
在建项目	29.7	32.0	31.1	33.5	32.7	34.3	35.9	36.6	32.1
已售出/已完工面积	0.8	0.8	0.8	1.1	1.1	1.5	1.9	1.4	2.1
完工率(%)	23	27	29	22	18	22	19	18.4	17.4
土地开发面积(百万 平方米)(整体, 不限于包括住宅)	6.2	8.4	4.9	4.0	1.1	3.7	2.5	1.9	1.8
土地收购面积(百万 平方米)(整体, 不限于包括住宅)	10.8	10.4	2.6	5.3	3.0	4.6	2.8	1.9	3.9
土地收购面积/土地开发面积(整体, 不限于包括住宅)	1.7	1.2	0.5	1.3	2.8	1.2	1.1	1.0	2.1
住宅地产投资(人民币 十亿)	26.2	31.2	30.5	31.8	31.6	36.1	47.3	51.4	41.1
住宅地产销售(人民币 十亿)	20.8	26.5	28.6	35.1	30.2	71.1	102.4	79.3	90.4
房地产投资/房地产销售(住宅)	1.3	1.2	1.1	0.9	1.0	0.5	0.5	0.6	0.5
住宅平均售价(人民币/平方米)	4,047	3,995	3,983	4,356	4,915	6,149	7,993	8,502	8,535

续上表..... 图表 33. 主要房地产商统计数据(百万 平方米)

深圳	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	11M09
完工面积	5.7	9.2	7.5	5.3	4.7	4.5	4.3	4.4	1.6
已售面积	3.4	7.9	3.3	3.4	5.8	6.9	5.0	4.1	6.6
开工面积	7.9	9.4	6.2	9.8	8.3	5.2	6.2	4.7	3.2
开工面积/已售面积	2.3	1.2	1.9	2.9	1.4	0.8	1.2	1.1	0.5
在建面积/已售面积	5.3	3.4	6.6	7.3	4.2	3.2	4.4	5.3	2.9
在建项目	17.9	26.7	21.6	24.9	24.2	22.1	21.9	22.1	20.7
已售出/已完工面积	0.6	0.9	0.4	0.6	1.2	1.5	1.2	0.9	4.1
完工率(%)	31.8	34.5	34.8	21.3	19.3	20.2	19.9	20.1	8.6
土地开发面积(百万 平方米)(整体, 不限于包括住宅)	0	1.9	0.8	1.4	1.1	0.9	0.6	0.3	0.1
土地收购面积(百万 平方米)(整体, 不限于包括住宅)	3.5	3.3	3.5	2.0	1.2	0.5	0.3	0.4	0.3
土地收购面积/土地开发面积(整体, 不限于包括住宅)		1.7	4.6	1.5	1.0	0.6	0.6	1.5	2.3
住宅地产投资(人民币 十亿)	19.6	23.8	27.8	24.8	24.6	31.3	33.2	31.5	25.2
住宅地产销售(人民币 十亿)	18.9	18.3	18.0	21.9	35.1	60.9	66.9	53.0	95.3
房地产投资/房地产销售(住宅)	1.0	1.3	1.5	1.1	0.7	0.5	0.5	0.6	0.3
住宅平均售价(人民币/平方米)	5,510	5,267	5,538	6,385	6,070	8,830	13,370	12,823	14,346
成都	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	11M09
完工面积	7.2	7.9	8.7	7.0	5.0	8.6	8.6	8.2	9.0
已售面积	6.4	7.4	8.7	6.8	4.9	14.3	21.0	11.9	21.7
开工面积	6.6	7.7	11.0	9.6	12.8	16.4	17.6	14.7	10.0
开工面积/已售面积	1.0	1.0	1.3	1.4	2.6	1.1	0.8	1.2	0.5
在建面积/已售面积	2.5	2.4	2.6	3.3	5.3	2.7	2.6	5.1	2.7
在建项目	16.0	17.9	22.5	22.5	25.7	39.1	54.3	60.6	64.4
已售出/已完工面积	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0	1.7	2.4	1.5	2.4
完工率(%)	45.0	44.1	38.5	31.1	19.5	22.1	15.9	13.5	15.3
土地开发面积(百万 平方米)(整体, 不限于包括住宅)	3.1	1.3	0.0	0.5	1.4	3.9	3.1	2.7	2.4
土地收购面积(百万 平方米)(整体, 不限于包括住宅)	7	10.2	9.5	12.3	10.0	13.8	5.3	2.8	1.8
土地收购面积/土地开发面积(整体, 不限于包括住宅)	2.3	7.8	465.2	24.5	7.1	3.6	1.7	1.0	0.7
住宅地产投资(人民币 十亿)	12.3	14.9	18.8	18.6	29.4	44.0	61.1	60.2	54.6
住宅地产销售(人民币 十亿)	10.5	13.1	16.7	15.2	11.2	49.0	88.1	58.0	105.6
房地产投资/房地产销售(住宅)	1.2	1.1	1.1	1.2	2.6	0.9	0.7	1.0	0.5
住宅平均售价(人民币/平方米)	1,648	1,775	1,911	2,224	2,308	3,437	4,190	4,869	4,872

注: 完工率; 完工/在建项目

资料来源: 搜房网, 中银国际研究

附录三、2009 年以来主要政策调整

图表 34. 2009 年以来我国的主要房地产政策

日期	政策	细节
09 年 1 月	鼓励经济适用房建设	住房和城乡建设部宣布投入 6,000 亿人民币用于经济适用房建设，计划 09 年建设 130 万套，同时强调地方政府不许再越权出台税收、财政等刺激房地产市场的政策。
09 年 1 月	重庆刺激楼市	重庆市政府出台新政刺激楼市，规定首次购房的个人按揭贷款本息，均可抵扣产权人应缴纳的个人所得税地方留存部分，即 40%。
09 年 1 月	北京放宽房地产政策	1. 加快落实 2009 年新开工 850 万平方米建设计划，抓好在施的保障性和限价房工程建设，年底前实现竣工 200 万平方米，进一步解决中低收入家庭住房困难；完成 2 万户危房保护修缮计划。 2. 在国家和相关部门指导下，落实住房公积金闲置资金补充用于政策性住房建设和收购的试点工作。对符合贷款条件的保障性住房建设项目，商业银行要加大信贷支持力度。 3. 加大对自住型和改善型住房消费的信贷支持力度。对已贷款购买一套住房的居民，为改善居住条件，再贷款购买第二套普通住房的，比照执行首次贷款购买普通住房的优惠政策。 4. 自 2009 年 1 月 1 日至 12 月 31 日，个人转让购买超过 2 年(含 2 年)的住房，普通住房免征营业税，非普通住房按其转让收入与购买该住房价款的差额征收营业税；个人转让购买不足 2 年的住房，普通住房按其转让收入与购买该住房价款的差额征收营业税，非普通住房按其转让收入全额征收营业税。 5. 鼓励居民改善住房条件。 6. 09 年暂停执行《关于规范境外机构和境外个人购买商品房的的通知》中对境外个人在京购房的居住年限和所购房屋的有关规定。 7. 调整房屋租赁税收管理方式。 8. 引导房地产开发企业积极应对市场变化，以合理的价格促进商品住房销售。 9. 支持房地产开发企业合理的融资需求。积极争取开展房地产投资信托基金试点，鼓励资信条件较好的企业争取发行企业债券，拓宽企业的直接融资渠道。 10. 进一步改进房地产开发企业所得税预征管理措施，切实减轻企业负担。 11. 保障性住房建设，要坚持经济、适用原则，严格按照国家有关建设标准规定执行；对商品住房项目，根据市场需求确定套型面积和比例。 12. 加大政府土地储备和一级开发掌控力度，财政部门 and 金融机构应予以积极支持。受让方由于困难不能按时付款的，延期最长不超过 6 个月。在批准延期期间，土地补偿款部分由受让方按银行同期贷款利率支付利息，政府土地收益部分由受让方按月息千分之二支付资金占用费。 13. 加大实物安置力度，推进在拆和遗留项目的拆迁工作。 14. 各部门加强协调配合，解决房地产开发相关问题。加快办理项目审批手续，促进项目的开工。 15. 进一步加强房地产市场监测，由市统计、建设部门定期公布分区域商品住房和二手住房交易价格，稳定市场预期，鼓励住房消费。严肃查处散布虚假信息、扰乱市场秩序的行为。
09 年 5 月	下调资本金要求	国务院宣布，保障性和普通商品住房项目在向银行申请贷款时，其最低资本金比例从 35% 调低至 20%。
09 年 6 月	收紧二套房贷款	继北京、上海、深圳和南京之后，杭州宣布收紧二套房贷款
09 年 7 月	上海出台房地产相关政策	上海出台措施，防止开发商捂盘。
09 年 7 月	北京、上海计划出台更多措施针对房地产开发商拿地	北京和上海计划拍卖更多土地，以控制房价上涨：09 年下半年上海将推出 1,200 公顷土地，北京将推出 1,000 公顷。
09 年 7 月	闲置土地问题	广州将着手处理开发商土地闲置的问题。
09 年 7 月	北京出台房地产相关政策	北京市建委要求开发商加快项目开工和发布。

续上表..... 图表 35. 2009 年以来我国的主要房地产政策

日期	政策	细节
09 年 7 月	银行放贷投放更加严格	银行监管部门警示银行贷款上升、房地产市场成长过快的风险。银监会主席刘明康提出，“我们必须控制贷款增长的风险”，同时他要求银行更严格评估贷款企业的信用情况。
09 年 7 月	要求银行严格执行二套房贷款政策	上海和成都的监管机构要求银行严格遵守二套房贷款政策，首付比率不低于四成，在任何情况下不得降低。央行有关人士在北京和上海两地警告各商业银行必须严格遵守二套房贷款政策，首付比率不低于四成，贷款利率为基准利率的 1.1 倍。
09 年 7 月	房地产信托基金可能上市	从 7 月 26 日起，国内企业可申请在创业板市场上是。证监会在 3 月发布了市场期待已久的创业板市场上市规则，第一批股票将在 10 月上市。与此同时，市场传言中国将在 4 季度引入房地产投资基金，北京、上海和天津将作为试点，各发行一只。
09 年 7 月	央行表示将继续执行适度宽松的货币政策	央行承诺将继续保持“适度宽松的货币政策”。7 月 29 日，央行副行长苏宁表示，保持政策的连续性和稳定性，同时，要运用市场化手段，而不是规模控制的方法，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷适度增长，着力优化信贷结构。
09 年 8 月	宣布短期内深圳不推物业税	深圳市地税局副局长章家寿向记者证实，深圳必然会开征物业税，但是具体的实施时间目前尚未得知，目前物业税的开征尚在调研之中。深圳将成为物业税征收的试点城市之一(市场传言物业税税率将为总房价的 0.6%-6%)。
09 年 11 月	监管部门闲置土地出让的规模	住建部提出了大型城市出让地块不得超过 20 公顷，中等城市不超过 14 公顷，小城市不超过 7 公顷。
09 年 11 月	深圳土地转让政策调整	《深圳市城市更新办法》中提出，住宅土地出让(从工业用地转化而来)不需要以“招拍挂”方式出让土地使用权。这些住宅地块的权利人可直接向第三方出让土地。
09 年 12 月	销售税调整	个人住房转让营业税征免时限由 2 年恢复到 5 年。
09 年 12 月	支持居民自住和改善性购房需求	1. 要增加普通商品住房供给，支持居民自住和改善性购房需求，加大农村危房改造支持力度。 2. 要加强廉租住房等保障性住房建设，支持棚户区改造。 3. 要把重点放在加强中小城市和小城镇发展上，着力提高城镇综合承载能力，积极稳妥推进城镇化。
09 年 12 月	国务院表示政府将继续遏制投机性需求，增加低价住房供应	政府将扩大中低价位小面积住房的供应，在控制投机行为的同时，继续支持改善性住房消费的需求。加强对房地产市场的监管与规范。要求地方政府加快对低收入群体提供的补贴性住房建设，目标到 2012 年多帮助 1,540 万户贫困家庭解决其住房问题。
09 年 12 月	财政部和国土资源部等五部委要求地方土地出让收入缴入地方国库	1. 开发商分期缴纳全部土地出让价款的期限原则上不超过一年，特殊项目须经决策机构集体认定后方可约定在两年内全部缴清；2. 土地出让金首次缴纳比例不得低于全部土地出让价款的 50%；3. 未按时缴纳土地价款、未按合同约定动工建设的单位和个人，拖欠土地出让收入期间不得参与新的土地出让交易活动。
09 年 12 月	市场传言将上调收入比率	市场传言政府将把二套房首付款比率从 40%上调至 50%。
10 年 1 月	市场传言物业税开征	上证报报道，国税总局将开展物业税征收试点。
10 年 1 月	深圳宣布控制投机性活动	深圳市规划和国土资源委员会宣布从 1 月 6 日起，深圳将在全市范围内开展为期三个月的房地产市场秩序专项整治工作，严厉打击房地产市场违法违规行为。此次房地产市场整治将针对包括非法预售、发布虚假广告、囤积房源、合同欺诈等不法行为。政府官员将对有群众投诉或举报的商品房项目进行重点检查；对深圳市房地产经纪机构和房地产估价机构进行检查。住房和城乡建设部要求控制二套房贷款按揭。监管部门同时要求打击住房囤积和过高定价等行为。
10 年 1 月	海南将开发成为国际旅游岛	国务院提出在 2020 年以前将海南建设成为国际旅游岛的目标，同时目标将海南打造成为国际经济合作和文化交流的重要平台。目标到 2015 年将旅游业增加值占地区生产总值比重提高到 8% 以上，到 2020 年将比重提高到 12% 以上。将海南建设成为我国南海资源开发的物资供应、综合利用和产品运销基地。国务院提出要保持海岛房地产行业的健康发展并鼓励开发商建设高级酒店及度假村，鼓励发展家庭旅馆经营和房屋租赁经营。加快发展金融保险业，推动开展跨境贸易人民币结算试点，支持符合条件的旅游企业上市融资。积极发展热带现代农业，大力发展热带水果和水产品等特色农业，加强与台湾的农业合作。在海南已有 21 国免签证的基础上，先期增加芬兰、丹麦、挪威、乌克兰、哈萨克斯坦 5 国为入境免签证国家。加大海洋石油资源勘探开发力度，提供更多免税服务，改善交通网络和物流建设，节能减排，加快信息网和基础设施建设。

续上表..... 图表 36. 2009 年以来我国的主要房地产政策

日期	政策	细节
10 年 1 月	收紧自住房贷款, 确定首付款比率(国 11 条)	1. 加快中低价位、中小套型普通商品住房建设。 2. 增加住房建设用地有效供应, 提高土地供应和开发利用效率。 3. 加大差别化信贷政策执行力度, 第二套房的首付款比率不低于 40%。 4. 要严格执行国家有关个人购买普通住房与非普通住房、首次购房与非首次购房的差别化税收政策。 5. 有关部门要加强对信贷资金流向和跨境投融资活动的监控, 防范信贷资金违规进入房地产市场, 防止境外“热钱”冲击我国市场。 6. 国土资源部门要严格土地出让价款的收缴, 深化合同执行监管, 加强对闲置土地的调查处理, 严厉查处违法违规用地和囤地、炒地行为。国有资产监管部门要进一步规范国有大企业的房地产投资行为。 7. 已取得预售许可的房地产开发企业, 要在规定时间内一次性公开全部房源, 严格按照申报价格, 明码标价对外销售。 8. 加强市场监测。 9. 力争到 2012 年末, 基本解决 1,540 万户低收入住房困难家庭的住房问题。 10. 中央将加大对保障性安居工程建设的支持力度, 适当提高对中西部地区廉租住房建设的补助标准。 11. 进一步健全和落实稳定房地产市场、解决低收入家庭住房困难问题由省级人民政府负总责, 市、县人民政府抓落实的工作责任制。
10 年 1 月	杭州补贴首次购房者	1 月 9 日, 杭州市政府出台《关于加强保障性住房建设, 支持自住型和改善型住房消费, 促进房地产健康稳定发展的若干意见》, 在杭州市区首次购买 140 平方米以下的普通住房, 给予房款总额 1.3% 的购房补贴; 在市区仅有一套住房已出售, 并重新购买普通住房, 给予房款总额 1.3% 的购房补贴; 因房屋拆迁(含危旧房改造)选择货币安置的, 在市区购买普通住房给予超过货币补偿款部分 1.3% 的购房补贴。
10 年 1 月	南京补贴购房者	南京市政府宣布向 2010 年起购买普通住房的自住和改善性消费的购房者, 给予房款总额 0.5% 的购房补贴; 对购买经济适用房、中低价商品房等政策性住房的购房者, 则给予购房款的 1% 的补贴。
10 年 1 月	闲置土地处置办法	广州市政府首次明确将对闲置土地征收增值地价。土地闲置费统一规定按出让土地价款 20% 一次性征收。但是, 政府也表示, 如果周边环境变化超出其控制, 开发商也可不支付闲置费。
10 年 1 月	央行上调法定准备金率	央行宣布从 1 月 18 日起将国内存款类金融机构的法定准备金率上调 0.5 个百分点, 大型银行和中小型银行的法定准备金率将分别达到 16% 和 14%。这将冻结银行系统流动性 3,000 亿人民币。这是央行从 2008 年 12 月 25 日下调准备金率以来首次上调。
10 年 1 月	六部委联合发布文件, 为房地产市场降温 (住房和城乡建设部, 银监会、财政部、发改委、央行、国土资源部)	1. 600 万限价房和经济适用房开工建设。 2. 地方政府严格控制二套房贷款政策, 打击投机行为。 3. 地方政府将清查处理约 1 万公顷闲置土地。 4. 到 2012 年末, 解决 1,540 万低收入家庭的住房问题。 5. 进一步改善和稳定房地产市场, 加快解决低收入家庭的住房问题。
10 年 1 月	海南推迟土地出租和开发审批	中共海南省委书记卫留成十五日下午在于海口召开的一次会议上宣布, 为防止出现新的房地产泡沫经济, 从今天起, 到《海南国际旅游岛总体规划》获得国家发改委批准前, 全省各地全面暂停土地出让, 暂停审批新的土地开发项目。

资料来源: 搜房网, 中银国际研究

研究报告中所提及的有关上市公司

雅居乐地产 (3383.HK/港币 10.14, 买入)
首创置业 (2868.HK/港币 2.69, 未有评级)
中渝置地 (1224.HK/港币 3.00, 未有评级)
中国海外发展 (0688.HK/港币 13.94, 买入)
华润置地 (1109.HK/港币 14.92, 买入)
华南城 (1668.HK/港币 1.41, 买入)
万科 (000002.SZ/人民币 9.41; 200002.SZ/港币 7.8, 买入)
碧桂园 (2007.HK/港币 2.53, 持有)
恒大地产 (3333.HK/港币 3.32, 买入)
花样年控股 (1777.HK/港币 1.60, 买入)
恒盛地产 (0845.HK/港币 3.03, 未有评级)
绿城中国 (3900.HK/港币 9.55, 卖出)
富力地产 (2777.HK/港币 11.34, 未有评级)
佳兆业地产 (1638.HK/港币 2.40, 买入)
合景泰富 (1813.HK/港币 4.76, 未有评级)
龙湖地产 (0960.HK/港币 7.57, 未有评级)
明发集团 (0846.HK/港币 2.20, 未有评级)
保利香港 (0119.HK/港币 7.65, 买入)
保利地产 (600048.SS/人民币 19.48, 买入)
宝龙地产 (1238.HK/港币 2.21, 未有评级)
人和商业 (1387.HK/港币 1.65, 买入)
深圳控股 (0604.HK/港币 2.87, 未有评级)
上海复地 (2337.HK/港币 2.03, 未有评级)
瑞安房地产 (0272.HK/港币 3.77, 买入)
世茂房地产 (0813.HK/港币 12.26, 未有评级)
百仕达控股 (1168.HK/港币 1.32, 买入)
远洋地产 (3377.HK/港币 6.48, 买入)
SOHO 中国 (0410.HK/港币 3.77, 买入)
仁恒置地 (YNLG.SP/新币 1.77, 买入)
越秀地产 (0123.HK/港币 1.90, 买入)
禹州地产 (1628.HK/港币 2.20, 未有评级)

以2010年2月1日当地货币收市价为标准

本报告所有数字均四舍五入

增持(OVERWEIGHT)/买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对有关基准指数升幅多于10%; 减持(UNDERWEIGHT)/卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对该指数降幅多于10%。未有评级(NR)。中立(NEUTRAL)/持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对该指数在下10%区间内波动

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2010 年 2 月 1 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免批露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，不能成为或被视为卖出或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论与否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在没有影响上述免责声明的情况下，如果阁下是根据新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章) 之 Regulation 2 定义下的“合格投资人”或“专业投资人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍将(1)因为 FAR 之 Regulation 34 而获豁免按 FAA 第 27 条之强制规定作出任何推荐须有合理基础；(2)因为 FAR 之 Regulation 35 而获豁免按 FAA 第 36 条之强制规定披露其在本报告中提及的任何证券(包括收购或卖出)之利益，或其联系人或关联人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371